

民营上市公司治理评价研究

李亚¹

(1, 南开大学 公司治理研究中心, 天津 300071)

摘要: 本文首先对相关文献进行了回顾, 发现当前对民营企业公司治理的研究主要侧重于理论分析, 而对治理评价关注不足, 在此基础上, 本文着重对民营上市公司的公司治理状况进行了实证研究, 同时对公司治理状况与治理绩效的关系进行了初步探讨, 在此基础上, 作者对相关结果进行了解释。

关键词: 民营上市公司 公司治理 治理评价

中图分类号: F **文献标识码:** A

经过十几年的发展, 民营上市公司已经成为中国民营经济发展的重要力量。公司治理是制度适应性与效率的统一, 民营企业具有与市场经济天然的融合性, 研究民营上市公司的公司治理, 对于中国公司治理改革具有相当重要的价值。而所有工作的起点在于有效地开展民营上市公司治理状况的评价, 并归纳梳理出有民营上市公司特色的治理机制。

1 民营企业公司治理研究文献

由于关于民营上市公司治理评价的文献较少, 因此我们主要分析有关民营企业的公司治理研究文献。

目前关于民营企业公司治理的研究主要是围绕民营企业的家族制特征, 从信任机制、组织方式等方面进行。从公司治理角度看, 吴敬琏认为民营企业也存在“一股独大”, 郭勇强调治理主体创新, 建议民营企业吸纳一些员工、债权人的代表进入董事会、监事会, 白玉等人强调了侧重外部治理的民营企业治理模式, 并提出应多方监控, 蔡继明等将民营企业治理模式分成两类: 一类是市场导向型, 一类是网络导向型, 强调家族企业不存在治理问题, 只有规模较大的民营企业和集体企业才存在治理问题。陈凌的观点则是家族企业为了实现规模化, 可能会利用人际关系向战略网络组织方向发展。李维安则从公司治理的体系角度对治理模式进行了归纳与概括, 如对家族治理模式的研究。曹远征则指出, 要进一步发展民营经济, 必须改善其治理结构。有的学者则从不同所有制企业比较的角度研究了民营企业治理问题。有的学者研究了乡镇企业转制过程中的治理结构安排。在公司治理中人力资本与货币资本关系处理上, 有的学者指出不应该过分强调人力资本与货币资本所有者的某一方, 对于双方利益的保证都必须纳入公司治理的范畴。也有学者对民营科技企业和中小企业的治理问题进行了研究。

2 民营上市公司治理评价

我们主要应用南开大学公司治理中心课题组提出的公司治理评价指标体系 (CCGI[™]) 来分析民营上市公司的治理状况。

2.1 研究样本基本情况

根据 2003 年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理状况调查，我们从中选取了民营上市公司 106 家进行单独分析。调查的总样本为中国 1307 家上市公司，但根据指标信息齐全和不含异常数据原则进行筛选，最后确定有效样本 931 家，而在这 931 家公司中，第一大股东性质为民营的公司共计 106 家。

2.2 公司治理评价系统及方法

南开大学公司治理中心于 2003 年 4 月推出了中国公司治理应用与评价的研究成果——中国公司治理指标体系。本文所用评价方法主要是该研究成果。

中国上市公司治理评价指标体系的设置基于中国上市公司面临的治理环境特点，内容包括股东行为、董事会、监事会、经理层以及信息披露等五个维度，侧重于公司内部治理机制，强调公司治理的信息披露、股东行为、董事会的独立性以及监事会参与公司治理等。具体内容参见前文，此处不再重复。

从实证评价方法角度考虑，我们主要研究民营上市公司的治理状况与治理绩效之间的相关性。在我国资本市场上，由于法规力量的薄弱，外部治理机制的互不干涉与不完善，公司间的治理水平存在着较大的差异，公司治理对企业价值和绩效会产生显著影响。我们主要从上市公司的市场价值、盈利能力、成长性、股本扩张能力以及未来财务安全性等五个方面系统考虑公司治理的绩效，参见表 1。

表 1 治理绩效变量

分析要素	变量	变量名
盈利能力指标	主营利润率	ROM
	净资产收益率	ROA
	每股收益	ESP
成长性指标	主营收入增长率	ISOM
股本扩张能力	每股公积金	FOS
	每股净资产	NAOS
财务安全性	财务预警	Z
市场价值	每股市价	SMP
	Q值6折	q_6
	Q值7折	q_7
	Q值8折	q_8

2.3 治理评价数据结果

根据以上公司治理评价体系，我们对 106 家民营上市公司的治理状况进行了评价。其结果见表 2

表 5-4 民营上市公司治理评价结果

股票代码	公司简称	股东行为	董事会	监事会	经理层	信息披露	公司治理总指数
000688	朝华科技	57.60%	57.77%	71.03%	50.38%	61.91%	59.70%
000567	ST 琼海德	65.11%	52.69%	63.84%	41.22%	72.94%	58.82%
000559	万向钱潮	57.15%	60.62%	45.17%	63.76%	68.22%	58.57%
000503	海虹控股	53.72%	63.37%	71.70%	46.53%	53.60%	58.55%
600133	东湖高新	47.74%	54.89%	68.48%	53.31%	72.94%	58.42%

000540	世纪中天	56.08%	63.57%	57.03%	46.53%	66.26%	58.26%
600737	新疆屯河	48.03%	58.71%	55.02%	57.48%	72.94%	57.61%
000409	四通高科	56.60%	57.05%	56.85%	52.55%	66.26%	57.59%
600337	美克股份	64.02%	59.20%	54.79%	52.01%	53.60%	57.39%
600706	长安信息	62.98%	63.24%	52.83%	47.90%	53.60%	57.19%
000691	寰岛实业	56.36%	65.42%	55.39%	50.08%	53.60%	57.14%
600193	创兴科技	51.84%	64.06%	63.84%	48.02%	53.60%	57.06%
600681	诚成文化	45.43%	50.28%	55.46%	59.62%	84.34%	56.96%
000408	河北华玉	72.26%	49.87%	53.62%	52.97%	53.60%	56.66%
000633	合金投资	53.23%	57.82%	55.26%	51.95%	66.26%	56.64%
000055	方大A	62.35%	38.07%	58.62%	60.54%	72.94%	56.47%
600080	金花股份	65.16%	47.81%	56.55%	49.32%	66.26%	56.44%
000509	天歌科技	61.46%	48.22%	57.03%	52.55%	66.26%	56.34%
000876	新希望	64.10%	56.97%	51.92%	51.72%	51.27%	55.86%
000726	鲁泰A	61.48%	44.41%	29.15%	68.29%	84.34%	55.35%
600086	多佳股份	70.03%	29.62%	71.70%	48.01%	66.26%	55.34%
600752	哈慈股份	56.78%	49.74%	53.61%	53.44%	66.26%	55.20%
000712	锦龙股份	60.43%	27.43%	55.39%	59.02%	91.01%	55.11%
000415	汇通水利	51.92%	54.65%	64.89%	38.20%	66.26%	55.09%
000566	轻骑海药	60.58%	45.84%	68.42%	50.47%	51.27%	55.05%
600620	天宸股份	47.41%	64.40%	37.37%	53.59%	72.94%	54.97%
000533	ST万家乐	40.84%	58.91%	60.86%	58.07%	56.68%	54.78%
000835	隆源双登	53.03%	57.99%	55.39%	65.30%	38.61%	54.62%
000046	光彩建设	63.99%	49.82%	46.81%	46.16%	66.26%	54.32%
000805	炎黄在线	62.42%	35.10%	54.10%	62.99%	66.26%	54.21%
600771	东盛科技	53.03%	53.26%	55.93%	44.02%	66.26%	54.20%
000527	粤美的A	41.52%	66.00%	32.68%	66.96%	63.87%	54.00%
600672	英豪科教	50.63%	43.23%	59.84%	57.23%	66.26%	53.91%
000711	龙发股份	73.61%	42.39%	58.67%	40.54%	53.60%	53.89%
600659	神龙发展	47.35%	40.07%	68.78%	55.11%	66.95%	53.80%
600766	烟台发展	42.48%	50.14%	65.49%	53.35%	61.91%	53.72%
000010	深华新	56.77%	39.18%	61.96%	49.58%	68.59%	53.70%
600518	康美药业	43.85%	50.33%	60.32%	55.55%	61.91%	53.44%
600097	华立科技	53.88%	54.15%	51.98%	57.98%	46.92%	53.20%
000736	重庆实业	62.45%	43.59%	57.33%	47.00%	57.95%	53.20%
000513	丽珠集团	54.29%	41.00%	62.20%	52.03%	62.56%	53.15%
600289	亿阳信通	49.18%	57.62%	48.51%	51.48%	57.95%	53.04%
000607	华立控股	52.37%	29.19%	55.26%	52.21%	91.01%	52.64%
600209	罗顿发展	67.37%	40.52%	54.72%	54.51%	46.92%	52.51%
000769	菲菲农业	58.88%	41.54%	31.71%	55.07%	84.34%	52.32%
600715	ST松辽	48.75%	53.37%	53.62%	22.84%	84.34%	52.12%
600634	海鸟发展	39.19%	44.19%	50.09%	54.48%	84.34%	52.07%
000547	闽福发A	51.69%	55.04%	42.66%	39.05%	72.94%	52.04%
000558	莱茵置业	44.63%	55.85%	56.85%	33.54%	69.35%	51.95%
000967	浙江上风	54.29%	52.53%	40.48%	41.22%	72.94%	51.89%
000620	ST圣方科	67.81%	49.33%	49.66%	37.42%	51.27%	51.85%
600645	望春花	62.98%	35.87%	58.44%	49.15%	57.95%	51.81%
600556	北生药业	54.93%	42.67%	48.63%	54.93%	61.91%	51.52%
000806	银河科技	44.24%	56.88%	33.41%	63.76%	61.91%	51.47%
600635	大众科创	58.66%	43.54%	52.40%	42.94%	61.91%	51.33%
000827	长兴实业	60.34%	39.05%	46.81%	36.96%	79.61%	51.17%
600670	ST高斯达	47.61%	33.62%	51.38%	53.93%	79.99%	50.60%

600380	太太药业	46.32%	42.94%	51.74%	56.04%	61.91%	50.45%
600745	康赛集团	48.77%	40.92%	49.69%	51.61%	69.14%	50.45%
000863	和光商务	46.03%	49.03%	50.52%	51.28%	57.95%	50.39%
600052	浙江广厦	54.53%	32.32%	50.76%	53.59%	71.67%	50.35%
600608	上海科技	36.48%	46.37%	62.20%	54.58%	57.95%	50.34%
600093	禾嘉股份	62.63%	32.01%	42.54%	53.76%	68.59%	50.05%
000996	捷利股份	70.03%	29.71%	39.37%	50.41%	69.35%	50.04%
600629	棱光实业	41.69%	39.07%	63.79%	40.95%	72.94%	49.91%
000430	张家界	61.11%	53.76%	24.76%	44.76%	61.54%	49.55%
000578	数码网络	44.62%	61.06%	44.79%	55.25%	34.26%	49.21%
600588	用友软件	47.20%	50.22%	36.58%	48.53%	66.26%	49.12%
600256	广汇股份	51.12%	38.92%	57.57%	55.55%	45.28%	48.93%
000918	亚华种业	49.92%	43.19%	49.73%	45.39%	57.95%	48.58%
000989	九芝堂	55.35%	20.85%	49.42%	60.73%	72.94%	48.57%
000885	ST 春都	71.76%	31.10%	26.59%	37.00%	84.34%	48.44%
000549	湘火炬	64.28%	39.43%	34.69%	39.19%	66.26%	48.14%
600799	ST 龙科	43.01%	42.79%	62.20%	48.44%	46.92%	48.13%
600589	广东榕泰	52.43%	33.49%	46.80%	58.07%	57.95%	48.07%
600321	国栋建设	49.49%	44.16%	41.08%	47.45%	61.91%	48.03%
000639	金德发展	43.32%	44.58%	45.96%	40.94%	66.26%	47.30%
600220	江苏阳光	56.67%	31.82%	42.18%	56.49%	55.92%	47.10%
000583	托普软件	44.60%	48.46%	53.62%	40.22%	46.92%	47.00%
000592	ST 中福	45.51%	45.52%	35.66%	47.51%	63.87%	46.78%
600823	世茂股份	44.09%	42.12%	53.74%	49.34%	46.92%	46.72%
000979	科苑集团	55.01%	52.93%	44.80%	56.59%	15.57%	46.70%
600196	复星实业	47.43%	32.79%	43.52%	53.33%	66.26%	46.63%
600762	金荔科技	39.44%	50.92%	30.74%	66.34%	47.57%	46.52%
000921	科龙电器	57.12%	31.71%	38.98%	49.24%	61.91%	46.29%
000787	创智科技	58.83%	26.59%	50.76%	53.25%	49.25%	46.27%
000669	中讯科技	48.17%	36.07%	39.37%	46.25%	69.35%	46.19%
600687	新宇软件	49.06%	40.25%	34.26%	46.83%	66.26%	46.14%
600185	海星科技	51.89%	33.10%	57.03%	45.75%	46.92%	46.08%
000700	模塑科技	55.22%	26.29%	34.26%	56.29%	66.26%	45.34%
000671	石狮新发	58.77%	37.45%	66.10%	39.11%	19.27%	45.18%
200160	帝贤 B	52.12%	33.45%	51.30%	44.61%	46.92%	44.94%
000693	聚友网络	62.97%	36.06%	38.17%	46.53%	38.61%	44.57%
600210	紫江企业	54.61%	32.60%	56.49%	40.95%	36.08%	43.99%
600885	力诺工业	54.58%	33.40%	62.20%	45.54%	19.27%	43.47%
600711	雄震集团	33.11%	37.81%	49.11%	56.56%	46.92%	43.42%
000555	太光电信	64.47%	41.96%	41.26%	42.51%	14.55%	42.73%
600331	宏达股份	50.65%	44.42%	26.59%	52.62%	37.23%	42.64%
600652	爱使股份	52.35%	39.09%	23.80%	59.00%	40.43%	42.59%
600899	信联股份	47.95%	48.26%	42.90%	50.10%	14.55%	42.29%
000656	ST 东源	37.95%	35.43%	51.06%	55.85%	33.89%	42.12%
600869	青海三普	37.17%	40.79%	63.32%	41.22%	19.27%	41.08%
600840	浙江创业	37.92%	47.73%	53.74%	35.11%	19.27%	40.26%
600763	北京中燕	45.41%	41.19%	53.62%	28.40%	19.27%	39.05%
000659	珠海中富	12.80%	40.67%	47.11%	36.76%	66.26%	38.99%
000622	岳阳恒立	12.80%	35.92%	52.40%	53.60%	46.92%	38.53%

资料来源：2003 年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理状况调查。

与此同时，根据以上公司治理绩效评价体系，我们对 106 家民营上市公司的治理绩效状况进行了评价。其结果见表 3。

表3 民营上市公司治理绩效统计结果

股票代码	公司简称	主营利润率	净资产收益率	每股收益	主营收入增长率	每股公积金	每股净资产	违规变量	每股市价	q_6	q_7	q_8
000688	朝华科技	11.632	1.98	0.06	378.749	1.58	2.85	0	7.06	1.14	1.2	1.25
000567	ST 琼海德	-34.886	19.53	0.08	-31.986	0.74	0.41	0	6.44	1.61	1.8	1.98
000559	万向钱潮	21.022	10.14	0.36	46.79	1.93	3.59	0	8.14	1.21	1.3	1.39
000503	海虹控股	57.736	17.64	0.27	0.727	0.13	1.55	0	13.99	1.23	1.32	1.41
600133	东湖高新	27.615	6.1	0.15	-17.776	1	2.46	0	7.81	0.81	0.88	0.95
000540	世纪中天	31.141	1.46	0.02	-14.009	0.07	1.46	0	22.22			
600737	新疆屯河	37.117	11.15	0.2	153.306	0.22	1.76	1	18.87	1.78	2	2.22
000409	四通高科	34.797	-31.45	-0.3	-65.019	1.04	0.96	0	7.83			
600337	美克股份	23.076	6.13	0.36	70.105	4.08	5.9	0	14.15			
600706	长安信息	9.707	10.7	0.19	-72.4	0.49	1.81	0	14.36	1.71	1.9	2.09
000691	寰岛实业	30.373	0.23	0.01	29.48	0.86	2.39	0	6.26	2.7	2.92	3.14
600193	创兴科技	28.637	6.02	0.1	59.232	0.29	1.64	0	8.41	0.8	0.88	0.95
600681	诚成文化	17.902	-15.87	-0.25	-3.054	0.56	1.55	0	6.51	0.78	0.8	0.82
000408	河北华玉	19.552	2.32	0.09	14.921	2.25	3.88	0	8.5	2.15	2.29	2.43
000633	合金投资	16.351	8.27	0.12	26.444	0.03	1.47	0	35.44	1.23	1.32	1.41
000055	方大A	10.744	-21.05	-0.58	7.499	1.39	2.78	0	9.5	1.73	1.91	2.09
600080	金花股份	58.611	3	0.11	16.197	1.2	3.68	0	7.35	0.88	0.95	1.02
000509	天歌科技	6.895	-58.11	-1.03	-54.665	1.81	1.76	1	7.39			
000876	新希望	15.899	10.58	0.39	51.339	1.96	3.64	0	7.94			
000726	鲁泰A	28.554	9.96	0.36	21.024	2.3	3.58	0	8.35	1.12	1.18	1.24
600086	多佳股份	46.351	2.92	0.04	-62.463	0.12	1.45	0	8.25			
600752	哈慈股份	-8.993	-25.11	-0.56	-82.515	1.19	2.22	0	5.65	0.6	0.65	0.7
000712	锦龙股份	24.794	2.88	0.08	-2.683	1.05	2.82	0	9.9	1.3	1.36	1.41
000415	汇通水利	13.819	0.33	0.01	22.022	0.41	1.88	0	6.93	1.23	1.34	1.45
000566	轻骑海药	44.02	-8.32	0.06	-5.623	1.94	-0.67	0	5.2	0.74	0.77	0.79
600620	天宸股份	37.468	17.81	0.3	140.208	0.27	1.7	0	11.56	1.31	1.39	1.47
000533	ST 万家乐	34.94	-26.68	-0.18	-1.213	1.1	0.66	1	3.71	0.52	0.57	0.62

000835	隆源双登	47.161	-3.9	-0.06	-40.637	0.06	1.62	0	14.13	0.93	1.01	1.09
000046	光彩建设	25.239	3.51	0.14	33.607	1.9	3.99	0	6.66	1.34	1.46	1.57
000805	炎黄在线	16.778	12.03	0.21	51.751	0.16	1.78	0	16.17	0.93	1.02	1.11
600771	东盛科技	64.201	10.26	0.2	13.155	0.13	1.94	0	8.8	1.02	1.07	1.13
000527	粤美的 A	25.382	7.04	0.32	3.248	1.99	4.53	0	6.87	0.33	0.39	0.44
600672	英豪科教	15.613	-147.87	-0.85	-75.727	0.07	0.57	0	4.99	1.53	1.64	1.75
000711	龙发股份	33.566	7.22	0.2	13.712	0.79	2.82	0	8.89	0.99	1.09	1.19
600659	神龙发展	10.528	5.12	0.08	-36.512	0.18	1.57	0	10.53			
600766	烟台发展	-4.963	-155.14	-0.91	-26.047	0.52	0.59	0	6.05	1.34	1.49	1.65
000010	深华新	28.146	7.45	0.08	24.495	0.14	1.11	0	7.82	0.84	0.9	0.96
600518	康美药业	24.835	11.2	0.62	7.925	3.22	5.53	0	29.79	0.72	0.83	0.93
600097	华立科技	26.946	7.29	0.09	81.837	2.11	1.21	0	10.55	3.56	3.87	4.18
000736	重庆实业	45.533	7.2	0.28	141.186	1.52	3.92	0	13.55	6.39	7.05	7.72
000513	丽珠集团	43.958	6.52	0.2	14.717	1.38	3.1	0	8.83			
600289	亿阳信通	45.118	7.25	0.64	-22.084	6.4	8.82	0	22.3	0.94	1	1.05
000607	华立控股	25.631	15.61	0.28	7.663	0.3	1.78	0	15.79	1.78	1.86	1.95
600209	罗顿发展	24.191	7.13	0.18	-28.748	0.77	2.57	0	7.08			
000769	菲菲农业	23.624	-3.96	-0.1	-97.247	1.11	2.4	0	6.83	1.01	1.13	1.25
600715	ST 松 辽	--	-222.38	-0.76	--	1.07	0.34	0	4.17	2.36	2.6	2.85
600634	海鸟发展	16.501	10.87	0.29	115.059	0.79	2.71	0	11.68	1.67	1.76	1.84
000547	闽福发 A	29.39	0.6	0.02	-22.383	1.59	3.52	0	7.64	1.49	1.62	1.74
000558	莱茵置业	23.499	-33.96	-0.36	-93.147	0.4	1.05	1	10.88	0.58	0.61	0.64
000967	浙江上风	33.747	3.27	0.11	22.012	1.87	3.37	0	10.25	0.46	0.5	0.53
000620	ST 圣方科	7.061	-15.9	-0.13	19.302	0.76	0.82	0	4.32	5.12	5.5	5.88
600645	望春花	12.345	-20.68	-0.25	5.152	0.38	1.21	0	16.34	0.38	0.38	0.38
600556	北生药业	55.428	6.39	0.36	75.593	4.06	5.58	0	13.83	1.05	1.1	1.16
000806	银河科技	27.424	7.12	0.25	69.956	1.84	3.56	0	7.28	1.13	1.23	1.34
600635	大众科创	11.641	8.2	0.24	202.542	1.44	2.93	0	7.27			
000827	长兴实业	24.936	0.55	0.02	-9.417	1.88	3.79	0	11.99			
600670	ST 高斯达	-59.167	-64.99	-0.18	-1.146	0.13	0.28	0	4.64	2.65	2.83	3.02
600380	太太药业	73.641	8.56	0.42	4.836	3.71	4.94	0	17.1	0.86	0.97	1.07

600745	康赛集团	31.311	2.12	0.03	77.718	2.31	1.21	0	12.6	1.75	1.89	2.03
000863	和光商务	9.348	5.75	0.13	21.369	0.44	2.21	0	10.39	1.28	1.34	1.4
600052	浙江广厦	42.542	6.6	0.21	123.338	1.6	3.16	0	5.54			
600608	上海科技	15.603	9.56	0.22	207.549	0.7	2.31	0	10.35	0.54	0.59	0.64
600093	禾嘉股份	34.728	4.06	0.09	102.645	0.46	2.13	0	9.46	0.68	0.73	0.78
000996	捷利股份	16.103	12.49	0.26	-26.509	0.91	2.1	0	11.03	0.85	0.93	1.01
600629	棱光实业	14.383	-0.7	0.02	-23.125	0.33	-2.61	0	6.84	1.35	1.48	1.61
000430	张家界	55.899	6.98	0.08	54.466	0.1	1.2	0	6.72	1.86	1.97	2.08
000578	数码网络	5.243	1.38	0.02	29.649	0.22	1.51	0	8.6	1.26	1.33	1.4
600588	用友软件	89.887	8.9	0.92	46.399	8.83	10.34	0	43.03			
600256	广汇股份	20.374	28.42	0.44	15.737	0.08	1.54	0	11.75	0.85	0.96	1.08
000918	亚华种业	34.732	2.42	0.09	71.907	2.28	3.9	0	8.81	1.28	1.44	1.59
000989	九芝堂	36.436	12.49	0.26	27.539	0.91	2.1	0	9.66	1.39	1.5	1.6
000885	ST 春都	-19.602	-77.49	-0.49	-40.189	2.44	0.64	0	4.84	0.9	1	1.11
000549	湘火炬	25.201	11.49	0.19	77.408	0.42	1.68	0	18.57	0.71	0.78	0.85
600799	ST 龙科	93.92	-21.01	-0.3	-59.197	0.46	1.4	1	5.11	0.93	1.07	1.2
600589	广东榕泰	22.201	9.28	0.33	26.909	2.15	3.54	0	13.95	1.33	1.41	1.49
600321	国栋建设	27.167	4.59	0.28	-34.681	4.62	6.02	0	10.76	3.37	3.57	3.77
000639	金德发展	28.631	12.51	0.15	69.151	0.11	1.21	0	17.35	0.75	0.86	0.96
600220	江苏阳光	29.975	9.6	0.43	15.086	2.1	4.5	0	8.4	0.6	0.65	0.69
000583	托普软件	13.659	3.67	0.22	-4.718	3.86	5.99	0	10.16	2.5	2.66	2.82
000592	ST 中福	21.976	1.38	0.01	87.632	0.86	0.85	1	4.39	1.56	1.66	1.75
600823	世茂股份	50.206	0.98	0.02	-94.386	0.78	2	0	9.04	0.87	0.93	1
000979	科苑集团	13.568	12.49	0.26	22.43	0.91	2.1	0	13.12	1.92	2.02	2.13
600196	复星实业	34.459	10.44	0.39	41.742	1.81	3.85	0	9.14	1.1	1.14	1.19
600762	金荔科技	39.198	9.79	0.24	21.895	2.37	2.43	0	14.1	1.52	1.63	1.74
000921	科龙电器	21.021	3.93	0.1	3.343	2.47	2.6	1	6.74	1.18	1.29	1.41
000787	创智科技	34.546	3.28	0.13	13.725	1.98	3.73	0	8.4	1.67	1.86	2.05
000669	中讯科技	30.398	4.37	0.06	-45.242	0.02	1.27	1	12.71	1.14	1.23	1.32
600687	新宇软件	38.22	3.4	0.06	-3.552	0.16	1.9	0	10.29	0.69	0.74	0.79
600185	海星科技	18.835	0.93	0.02	-5.012	1.1	2.36	0	8.47	0.58	0.63	0.69

000700	模塑科技	37.893	7.36	0.4	41.66	3.22	5.38	0	11.35	1.19	1.22	1.26
000671	石狮新发	10.311	-1.18	-0.02	378.849	0.27	1.76	0	10.18	3.85	4.14	4.43
200160	帝贤B	39.027	21	0.32	59.53	0.13	1.51	0	3.78	1.32	1.46	1.61
000693	聚友网络	39.706	6.09	0.2	31.786	1.27	3.22	0	11	1.11	1.17	1.22
600210	紫江企业	30.625	16.21	0.46	59.964	1.49	2.85	0	11.24	2.64	2.85	3.05
600885	力诺工业	25.023	8.76	0.13	97.462	0.8	1.51	0	8.27	1.49	1.61	1.72
600711	雄震集团	42.233	23.16	0.34	83.828	0.21	1.61	0	14.8	0.36	0.43	0.49
000555	太光电信	10.759	-78.91	-0.52	-88.474	0.77	0.66	0	25.07	1.45	1.56	1.67
600331	宏达股份	20.224	5.81	0.3	40.065	3.05	5.25	0	10.11	1.72	1.84	1.97
600652	爱使股份	30.061	6.09	0.13	69.811	0.88	2.12	0	8.92	14.36	15.95	17.55
600899	信联股份	30.734	-19.43	-0.42	-66.419	0.7	2.18	0	9.15	0.6	0.62	0.64
000656	ST 东源	9.851	1.17	0.02	16.639	0.16	1.42	1	6.97	0.43	0.48	0.53
600869	青海三普	27.851	-63.84	-0.67	-20.704	0.49	1.05	0	9.35	1.42	1.59	1.76
600840	浙江创业	9.769	1.71	0.02	-34.521	0.16	1.16	0	7.02			
600763	北京中燕	-322.053	6.52	0.02	--	0.43	0.28	0	7.83	1.17	1.24	1.31
000659	珠海中富	25.617	10.11	0.35	40.673	1.47	3.46	0	7.57	1.41	1.54	1.67
000622	岳阳恒立	27.724	2.96	0.03	14.542	0.43	1.16	0	6.7	0.98	1.09	1.2

说明：1、违规变量指上市公司财务是否违规（例如被公开批评或谴责等），如有取值为1，否则取值为0。

2、相关基础数据来自上市公司2003年公布的2002年年报。其中每股市价为2002年12月31日收盘价。

3、ST松辽和北京中燕缺三个数据是因为当年由于种种原因无主营收入（其中ST松辽亦无主营利润）。

4、部分上市公司缺托宾Q值是因为缺乏相关数据（其计算涉及一些非强制性财务披露数据）。

资料来源：2003年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理状况调查

3 民营上市公司治理评价分析

在前文评价的基础上，我们从公司治理数据本身、与治理绩效的关系、其它因素影响三个方面对民营上市公司的治理状况进行分析

3.1、民营上市公司的治理指数分析

3.1.1 总体治理状况评价

民营上市公司治理总指数均值为 50.75%，明显高于 931 公司的均值（49.62%），如果只是对比民营上市公司与非民营上市公司的治理指数，差距将更为明显。

按照中国上市公司治理指数的具体评价等级：

CCGI^{NK} I：治理指数 90%—100%

CCGI^{NK} II：治理指数 80%—90%

CCGI^{NK} III：治理指数 70%—80%

CCGI^{NK} IV：治理指数 60%—70%

CCGI^{NK} V：治理指数 50%—60 %

CCGI^{NK} VI：治理指数 <50%

民营上市公司整体上位于 CCGI^{NK} V，高于所有上市公司（CCGI^{NK} VI）一个等级。

样本公司治理总指数呈现正态分布趋势，不同民营上市公司间公司治理差异较大，最高值为 59.70%，最低值为 38.53%。全部样本公司中达到 CCGI^{NK} V 水平的有 64 家，占 60.38%；有 42 家民营上市公司（39.62%）为 CCGI^{NK} VI。与 931 家有效样本相比（最高值 78.81%，最低值 30.79%，分布在 CCGI^{NK} III、CCGI^{NK} IV、CCGI^{NK} V、CCGI^{NK} VI 四个等级区间），民营上市公司的治理状况差异相对小一些。值得注意的是，在总体有效样本中，有 46.51% 上市公司为 CCGI^{NK} VI，而在民营上市公司中，此比例仅为 39.62%，差异明显。

民营上市公司治理状况好于一般公司的原因分析：

由于上市公司的主体是国有上市公司，因此，我们将民营上市公司的治理与国有上市公司的治理状况进行对比分析，进而找出其差异的内在原因。

民营上市公司绝大多数处于家电、IT、医药等高竞争性行业，全部为法人控股（在股权集中度方面，前五大股东的平均持股比例也小于国有上市公司，换言之，产权多元化方面表现较好），具有经营管理经验、关心企业成长和发展的民营大股东在公司治理中发挥核心作用，解决了产权主体人格化的问题，不存在国有上市公司的“双重委托代理”（国家委托给集团公司授权经营，之后再委托给上市公司经理层，换言之，股东之上还有一重委托代理关系）问题，相当一部分民营上市公司所有权和经营权还没有分离，同时管理层持股比例远高于国有上市公司，对董事会和经理层的激励较国有企业更充分，因此其公司治理状况较佳。相应地，由于国有上市公司的国有股比重较高，在产权结构上具有先天不足，特别是在股权激励方面一直没有大的改革措施出台（但心国有资产流失），由于所有者缺位（或虚位），又容易出现内部人控制，因此与民营上市公司相比，国有上市公司的治理具有体制性劣势。我们认为，在短期之内，这种制度落差尚无法逆转。

另外，不可忽视的是，民营上市公司上市时原有负担较小，而国有上市公司担负着国有企业改革的重任，上市时大多将其负担剥离进入集团控股公司，因此上市后不可避免会发生

大量的关联交易（国有控股使得控股集团可以很容易控制董事会决策）。相对而言，民营上市公司在关联交易方面表现要较国有上市公司为佳，因为它们没有先天负担。

3.1.2 股东行为评价

在股东行为评价方面，民营上市公司的股东行为指数均值为 52.66%，与整体样本均值（53.7%）十分接近。不同公司间差异极大，最低值为 12.8%，最高值为 73.61%。

从分指标角度考虑，民营上市公司的上市公司独立性指数为 63.6%，中小股东保护指数为 13.83%，关联交易状况指数为 62.43%，股东大会指数为 66.52%。这些数据全面高于国有上市公司，其相应指数分别为 57.68%、13.52%、58.71%、54.47%。很明显，民营上市公司的股东表现要优于国有上市公司，特别是在上市公司独立性、关联交易状况、股东大会三方面。其原因在于民营上市公司上市时负担较小，因此关联交易动因不足。另外，由于其产权结构先天的清晰性，因此上市公司独立性较好（有相当一部分民营上市公司未设立控股的集团公司，特别是在直接上市的民营上市公司中间）。而在国有上市公司中，“一股独大”现象严重（国有股占总股本的 65%左右，排斥了其余 35%股东的决策权）。

但是，从评价结果来看，民营上市公司的股东行为指数低于外资企业类上市公司（即第一大股东为外资企业，如海南航空），说明民营上市公司在股东行为方面仍有待改进之处，特别是在规范运作方面。

总的来看，我们认为控股股东的经济属性、目标取向决定了其行为，同时行业竞争的异质性也决定了公司控股股东具有不同的控制行为。

3.1.3 董事会治理评价

民营上市公司董事会指数最高为 66%，最低为 20.85%，均值为 45.12%。与整体样本均值（43.4%）十分接近。

对于民营上市公司而言，其董事会治理还有巨大的提升空间。民营上市公司的治理结构，从表面上看，通常形成两会四权（董事会、监事会和经理层分别行使最终控制权、经营决策权、监督权和经营指挥权）的机制。但从实际情况看，由于股权比较集中，董事会由大股东控制，还没有真正形成健全的独立的董事会来保证健全的经营机制，以及建立一套健全的经理层考核机制。其改进方向为从家族治理走向董事会治理。具体包括：实现投资决策及决策程序的合理化，推动和监督企业内部各个运作环节的制度和组织建设，使这些环节运作程序化、透明化、合理化，推动内部控制机制的制度化、合理化¹。

3.1.4 监事会治理评价

民营上市公司监事会指数最高为 71.7%，最低为 23.8%，均值为 50.76%。高于整体样本均值（48.64%）。

从整体上看，民营上市公司监事会治理状况，明显强于国有上市公司。我们认为，民营上市公司大多在设立之初就能够按照公司法的要求，并结合自身的特点，设立规范的监事会制度，在非职工代表监事候选人提名、外部监事在本公司工作时间保证以及外部监事薪酬水平等方面较国有企业更具有竞争力，因而监事能力保证性较强。而国有上市公司由于大部分为改制上市，由于改制前与改制后经营企业的基本上仍是原班人马，原有企业一些劣根性在改制后并未完全消除，使得监事能力保证性较差。特别是，国有上市公司存在着“新、老三会”更替等问题，这严重地限制了其监事会的运作能力。

3.1.5 经理层治理评价

民营上市公司经理层指数最高为 68.29%，最低为 22.84%，均值为 50.04%。高于整体样本均值（47.44%）。

民营上市公司经理层治理状况优于整体样本的原因在于：民营企业普遍注重对核心高管层的激励和约束。正如前面章节所提到的，虽然民营企业在激励和约束方面还存在一些问题，但是与国有上市公司比较起来，其激励和约束机制还是相对完善的。由于民营上市公司大股东注重企业的发展，因此对高管层的激励力度较大，这是国有企业所无法比拟的。相当一部分民营企业已经实施了股权激励，如四通、广汇等。在约束机制方面，民营企业大股东出于保护公司资产安全的考虑，相当注重内控体系和风险预警系统的建设，强调风险防范。

3.1.6 信息披露评价

民营上市公司信息披露指数最高为 91.01%，最低为 14.55%，均值为 58.54%。接近整体样本均值（58.43%）。

总体来看，民营上市公司的信息披露还不能令人满意，其原因在于：

传统上，民营企业家族治理与家族管理合一，企业社会化、公开化程度低。上市以后，这方面的改变并不明显。民营上市公司依然存在家族控制问题，非家族成员参与经营控制较少，企业外部对企业的监督严重缺失，公司缺乏足够的透明度。

特别是在集团化的民营企业中，集团未上市，下面的子公司上市。很容易出现集团内部“运作一体化”现象，其中相当多的信息并未及时披露。甚至出现了民营企业利用集团化盘剥外部投资者的情况（通常情况是集团公司或控股公司股权高度集中，而下面的子公司大量吸纳外部投资），控股股东常常通过“隧道行为”转移上市公司的资源。

3.2 民营上市公司的治理指数与治理绩效的相关性

为了准确反映公司治理指数与治理绩效的关系，我们将全部民营上市公司依据治理指数的高低分组。全部样本公司按 CCGITM 分为 3 组，比较各组绩效指标的差异，结果显示公司治理状况的好坏与上市公司绩效有着密切的关系。样本数据显示中国民营上市公司中公司治理指数最高的第 1 组公司的治理治理指数平均值为 54.19%，而第 2 组上市公司治理指数为 46.03%，相差 8.16 个百分点。相应地绩效差异也十分明显。公司治理指数第 1 组上市公司的净资产收益率为第 2 组的 1.22 倍，每股收益为 1.21 倍，主营收入增长率为 1.02 倍，每股净资产为 1.03 倍。表 4 列示了民营上市公司治理指数与绩效的区域比较。

值得注意的是，通过观察样本数据，我们发现：买壳上市的民营企业，其治理绩效低于直接上市的民营企业，公司治理指数也处于低位，这也间接证实了公司治理与治理绩效和相关性。我们认为，买壳上市的民营企业大多经历过重大重组，受到原公司的拖累，因此绩效受到影响。而直接上市的民营企业，成长性较好，资产优良，财务状况良好，因此绩效表现优于买壳上市的民营企业。相应地公司治理状况也要好一些。

与整体样本 931 家上市公司相比（表 5 列示了上市公司治理指数与绩效的区域比较），民营上市公司治理绩效明显优于整体样本的表现，特别是在每股净收益和主营收入增长率两个指标上（它们分别反映民营上市公司在盈利能力和成长性上优于样本整体表现）。另外一个明显差异是民营上市公司治理指数不同分组之间的绩效差异较小，而整体样本则差异极大。我们认为这可能是与国有上市公司的非市场化运作（如保壳运动）有一定关系，非市场化运作可能导致绩效的大幅波动。由于民营上市公司缺乏非市场化运作的经济基础，因此其绩效比较稳定，波动较小。

正如前文所述，我们主要从上市公司的市场价值、盈利能力、成长性、股本扩张能力

以及未来财务安全性等五个方面系统考虑公司治理的绩效。

从市场价值角度分析，民营上市公司治理指数与公司的市场价值每股市价、Q_6、Q_7 以及 Q_8 呈现不显著正相关，我们认为这与我国资本市场尚处于发展阶段，资本市场的市场化程度不高有关。特别是资本市场上投机性较强，控制权争夺并不激烈，股价和公司价值的相关性并不高。但我们认为，随着我国资本市场的发展，公司治理与市场价值将会出现正相关的关系。

从盈利能力角度分析，民营上市公司的每股净收益、净资产收益率和主营利润率均与公司治理指数指标呈现明显的正相关关系。我们认为，民营上市公司较强的盈利能力与其制度性治理优势是分不开的。

从成长性角度分析，民营上市公司的主营收入增长率与公司治理指数指标呈现明显的正相关关系。民营企业普遍成长较快，虽然上市公司相对规模较大，但与国有企业比较起来，民营大盘股仍然较少，因此具备较强的扩张能力。在民营企业的成长过程中，普遍注重公司治理的建设，重大决策上不搞一言堂，逐步完善重大项目的可行性研究。

从股本扩张能力角度分析，民营上市公司的每股公积金和每股净资产均与公司治理指数指标呈现明显的正相关关系。我们认为，中国治理质量好的民营上市公司倾向于股权融资，同时也从另外一个角度说明由于民营上市公司拥有高质量的治理结构与治理机制，因而容易从资本市场上采用股权融资的方式筹集资金。

从未来财务安全性角度分析，民营上市公司未来的财务安全性与 CCGI^{NK} 呈现正相关，表明良好的公司治理结构与完善的治理机制，有利于规避财务风险，提高财务的安全性。从财务预警指标来看，公司治理指数较低的民营上市公司违规现象也比较多。这也从一个侧面证明了公司治理与财务安全性的正相关关系。另外，值得注意的是，民营上市公司财务违规较少，这也国有上市公司形成了鲜明的对比（特别是在政府控制力较强、经济发展相对落后的地区，这一点更为突出）。我们在天津市进行的民营企业（天津市有两家民营上市公司：天士力和领先科技）调研也发现了类似的问题，即民营企业在上市前通常有一定程度的财务违规现象，特别是在企业规模较小时，但在上市之后这方面的违规极少，财务违规明显收敛。我们分析其原因可能是民营企业创业者认为企业上市已经是其运作的一个高点，相对知足，不愿为了一些小利而去造假。相反，国有企业负责人则可能把企业上市当作其进一步晋升的起点，因此造假现象较多（当然这也和其上市包装及负担剥离有一定关系）。

表 4 民营上市公司治理指数与绩效的区域比较

指标	每股净收益	每股净资产	净资产收益率	主营收入增长率
CCGI ^{NK} 平均	0.1600	2.4423	5.94	24.76
CCGI ^{NK} 50-60 (含 50)	0.1805	2.5059	6.67	25.24
CCGI ^{NK} 40-50 (含 40)	0.1489	2.4414	5.47	24.76
CCGI ^{NK} 30-40	0.1333	1.6333	6.53	18.41

资料来源：2003 年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理状况调查。

表 5 931 家上市公司治理指数与绩效的区域比较

指标	每股净收益	每股净资产	净资产收益率	主营收入增长率
----	-------	-------	--------	---------

CCGI ^{NK} 平均	0.1312	2.4320	5.40	15.13
CCGI ^{NK} 60 以上	0.4077	3.5177	11.59	44.97
CCGI ^{NK} 50-60	0.1614	2.2947	7.03	12.32
CCGI ^{NK} 40-50	0.1164	2.6554	4.38	18.46
CCGI ^{NK} 30-40	-0.2619	1.6198	16.17	16.33
CCGI ^{NK} 20-30	0.1020	2.0650	4.94	22.48

资料来源：2003 年南开大学公司治理研究中心的上市公司治理状况调查。

小结：

(1) 本文在相关数据的基础上，实证评价了民营上市公司的治理状况及其治理绩效。

(2) 民营上市公司治理状况优于国有上市公司，是体制性制度落差，短期内难以改变。另外分析了在民营上市公司内部，综合类和房地产板块的上市公司治理较佳的内在动因。从不同角度对民营企业的多元化战略与公司治理的关系进行了剖析。

参考文献

- [1] 卢福财、刘满芝：“信任扩展与家族企业创新发展”，《中国工业经济》，2002 年第 9 期。
- [2] 李新春：“中国的家族制度与企业组织”，《中国社会科学季刊》（香港），1998 年秋季刊。
- [3] 吴敬琏：“民营企业也有‘一股独大’”，《北京青年报》，2001 年 6 月 25 日。
- [4] 郭勇：“论民营企业治理结构的创新”，《青海社会科学》，2000 年第 2 期。
- [5] 白玉等：“我国民营企业公司治理模式研究”，《武汉工业大学学报》，1999 年第 12 期。
- [6] 蔡继明等：“公司治理结构国际比较：兼论我国民营企业治理结构与企业创新”，《南开经济研究》，2000 年第 2 期。
- [7] 解树江：“我国民营企业治理结构中存在的若干问题”，《天津社会科学》，2001 年第 2 期。
- [8] 陈凌：“信息特征、交易成本和家族式组织”，《经济研究》1998 年第 7 期。
- [9] 李维安等：《公司治理》，南开大学出版社，2001 年。
- [10] 李亚：《民营企业公司治理》，方正出版社，2003 年。
- [11] 曹远征：“发展民营经济与改善治理结构”，《宏观经济研究》，2000 年第 6 期。
- [12] 陈佳贵、黄群慧：“不同所有制企业治理结构的比较与改善”，《中国工业经济》，2001 年第 8 期。
- [13] 梁彤缨、陆正华、黄建欢：“乡镇企业转制中的融资安排与治理结构的改善——维达公司案例研究”，《管理世界》，2001 年第 6 期。
- [14] 杨继国：“人力资本产权：一个挑战公司治理理论的命题”，《经济科学》，2002 年第 1 期。
- [15] 朱武祥、戚耀璇：“高科技企业法律所有权与价值驱动因素控制权分离及公司治理问题——W 公司案例分析”，《管理世界》，2002 年第 4 期。

[16]李骥、李麟：“中小企业生存与发展：竞争、治理机制与不完全优势”，《改革》，2001年第5期。

[17]王赋：“从公司治理结构看民营企业的再发展”，《中国民营科技与经济》，2000年第1期。

The research on the corporate governance evaluation of Chinese private listed companies

Li Ya1

(1. the Research Center of Corporate Governance , Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The paper review the related literature first, and find out that the current research is mainly on the theory of corporate governance in Chinese private enterprises, and pays little attention to the corporate governance evaluation. So the paper tries to evaluate the corporate governance in Chinese private listed companies and tests the relationship between the corporate governance and the governance performance of Chinese private listed companies. At last, the author explains the research results.

Key Words: private listed companies; corporate governance; corporate governance evaluation

收稿日期: 2007-3-14;

基金项目: 教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (03JZD0018); 天津市 2005 年度社科研究规划项目 (TJ05-GL003)

作者简介: 李亚 (1972-), 男 (汉族), 湖南人, 南开大学商学院/公司治理研究中心副教授, 研究生导师